파수닷컴(150900)

문서 보안 시장의 강자

업종 : 소프트웨어 / 2013. 11. 25

Analyst 강성원
(6309-4691 / rain.kang@meritz.co.kr)

RA 전진형
(6309-2962 / jinhyeong.jeon@meritz.co.kr)

■ **결론 : 높은 진입장벽을 바탕으로 안정적인 성장 기대**

- 높은 진입장벽을 바탕으로 국내 DRM시장에서 안정적인 성장 전망. 정부 정책의 영향으로 유지보수 용역 요율도 점진적인 증가가 기대되고 있어 영업환경도 우호적으로 변하고 있는 상황. 향후 신규제품 매출 발생과 해외 매출 발생 기대 감안 시 현 주가는 투자 매력 존재한다고 판단

■ **기업개요**

- 세계 최초로 DRM(Digital Rights Management)을 상용화시킨 기업으로 국내 DRM기반의 문서보안 시장 M/S 1위
- '12년 기준 매출액 비중은 DRM 사업 75%, 유지보수 13%, 기타 12%. 고객사별 매출 비중은 대기업 약 41%, 공공기관 약 36%, 중소기업 약 11%, 기타 약 12%

■ **투자포인트**

- **<u>높은 진입장벽을 바탕으로 안정적인 이익창출</u>**

DRM시장은 사용 기업의 기존 시스템 및 각종 문서 프로그램과의 호환성이 매우 중요하기 때문에 진입 장벽이 존재. 이러한 진입장벽을 바탕으로 매출의 약 5~60%가량이 기존 고객들로부터 발생

DRM업체를 바꾸게 된다면 새로운 DRM 시스템을 내부에서 사용중인 모든 프로그램에 맞춰 다시 개발을 해야 하고 시스템 안정화까지 시간 및 비용이 추가 발생. 때문에 한번 시스템을 구축한 이후에는 다른 업체 시스템으로 변경할 가능성은 낮음

동사는 경쟁사들에 비해 우량한 재무구조와 규모의 경제를 바탕으로 기술 및 서비스에 앞서고 있어 향후에도 시장점유율 확대와 더불어 안정적 이익 창출이 가능할 것으로 전망

- **<u>문서 보안 시장 확대와 유지보수 요율 상승으로 성장 지속될 것</u>**

KISA(한국인터넷진흥원)에 따르면 국내 DRM 시장은 '12년 약 790억원에서 '16년 1,117억원으로 CAGR 9% 성장할 것으로 전망. 문서 보안에 대한 니즈가 높아짐에 따라 DRM시스템을 도입하고 있는 기관 및 기업이 증가하고 기존에 DRM 시스템을 적용한 기업 및 기관의 경우에도 자연성장이 발생하기 때문

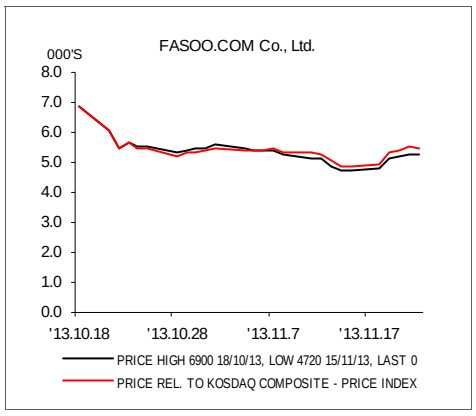
(억원,원,배,%)	2011	2012	2013E	2014E
매출액	161	203	240	270
증감(%)	3.2	26.1	26.0	12.5
영업이익	12	40	40	52
증감(%)	-10.6	240.3	240.3	30.0
순이익	19	43	40	46
EPS	321	701	503	578
증감(%)	-13.1	118.6	-28.2	15.0
P/E	-	-	10.5	9.1
P/B	-	-	1.6	1.3
영업이익률	7.5	19.7	16.7	19.3

시장대비 상대강도 : 1개월(0.91), 3개월(0.80), 6개월(0.87)

Rating & Target Price		
현재주가(13.11.22)		5,270원
투자의견		NR
Market Data		
KOSPI		2,006.23pt
KOSDAQ		504.06pt
시가총액(13.11.22)		419억원
발행주식수		795만주
외국인지분율		2.52%
Company Data		
매출구성	DRM	75%
	유지보수	13%
	기타	12%
주요주주	조규곤	26.2%
	산은캐피탈	5.6%

Price Range(52주)	4,720~6,900원
60일 평균거래량	747,481주
60일 평균거래대금	46.0억원

주가상승률	1M	3M	12M
절대	-4.2	-	-
상대	1.1	-	-



최근에는 스마트 디바이스의 확장에 따라 DRM시스템을 적용해야 할 제품도 증가하고 있는 상황. 또한, 기업 및 기관이 사용하고 있는 O/S가 업데이트로 인해 버전이 바뀌는 경우 DRM 시스템도 업그레이드를 해주어야 하기 때문에 용역매출도 발생 가능

최근 정부에서 소프트웨어 업체의 유지보수 요율을 평균 8~9%수준에서 '17년 15%까지 점진적으로 증가시키는 방안을 제시하고 있어 동사에게 우호적인 사업환경이 조성되고 있는 상황. 이에 따라 수익성이 높은 유지보수 매출 또한 향후 빠르게 증가할 것으로 전망

- **신규 소프트웨어 매출 발생과 해외 진출에 대한 기대**

동사는 SW 품질자동화도구 시장으로도 진출한 상황. 정부기관이 발주하는 소프트웨어 프로젝트의 경우 40억원 이상의 프로젝트의 경우에만 의무적인 SW품질검사를 받아야 하지만, '15년부터는 모든 소프트웨어 프로젝트는 검사를 받아야 하는 상황. 동사는 이 부문에서 국내에서 앞선 기술을 보유하고 있어 시장 성장의 수혜를 받을 것으로 예상

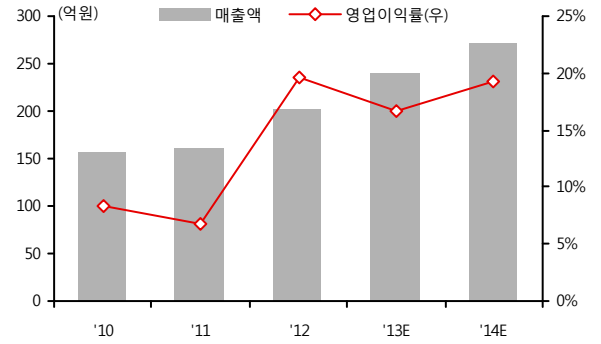
또한, 동사는 해외 시장 공략을 위해 '06년부터 연간 10~15억원 가량의 꾸준한 투자를 해왔던 상황. Dropbox 등과 같은 클라우드 DRM 서비스의 유료화 시작과 함께 향후 해외 시장에서 매출 발생 가시화 시 주가 레벨업 기대 가능

■ **실적 전망**

- 13E 매출액 240억원(YoY +18%), 영업이익 40억원(YoY +0%), 순이익 40억원(YoY -7%)
- 14E 매출액 270억원(YoY +13%), 영업이익 52억원(YoY +30%), 순이익 46억원(YoY +15%)

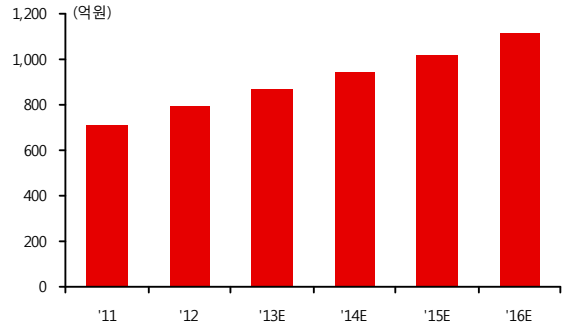
현 주가는 P/E 9.1X 수준

[그림 1] 매출액 및 영업이익률 추이



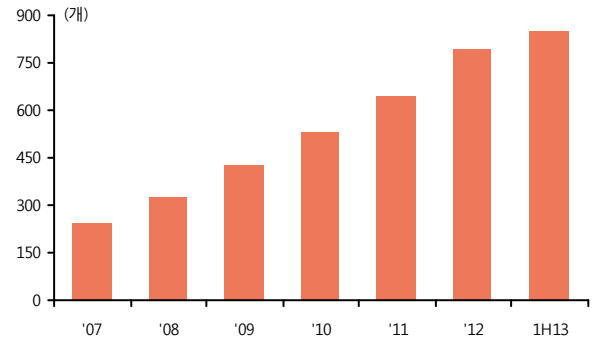
자료: 파수닷컴, 메리츠종금증권 리서치센터

[그림 2] 국내 DRM 시장 규모 추이



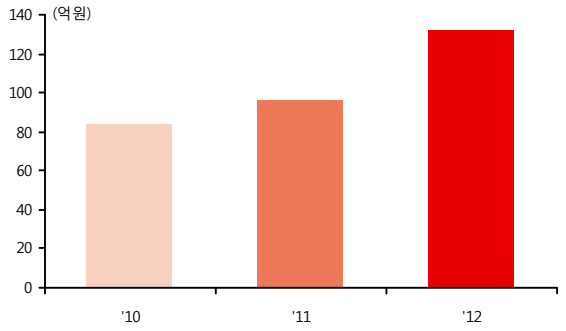
자료: KISA, 메리츠종금증권 리서치센터

[그림 3] 고객사 증가 추이(누적 기준)



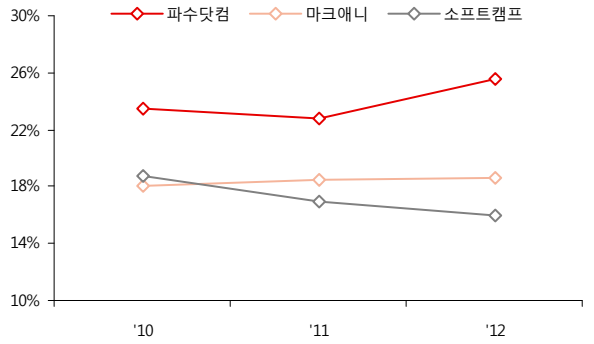
자료: 파수닷컴, 메리츠종금증권 리서치센터

[그림 4] 기존 고객 매출 지속 성장



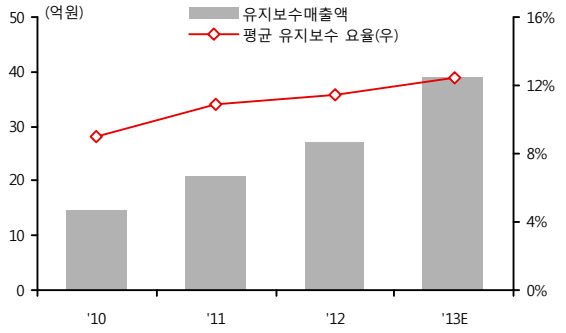
자료: 파수닷컴, 메리츠종금증권 리서치센터

[그림 5] DRM 시장 상위 3 개 기업 점유율 추이



자료: 파수닷컴, 메리츠종금증권 리서치센터

[그림 6] 유지보수 매출액 및 평균 유지보수 요율



자료: 파수닷컴, 메리츠종금증권 리서치센터



Income Statement

(억원)	2009	2010	2011	2012
매출액	138	156	161	203
수출비중(%)	0.0	0.0	0.0	0.7
매출원가	59	64	65	62
매출총이익	79	92	96	141
판매관리비	64	79	85	101
영업이익	15	13	12	40
영업외수지	-2	-1	-1	-1
금융수지	-1	-1	-1	-1
외환수지	0	0	0	0
세전계속사업이익	13	12	10	39
특별손익	0	0	0	0
세전순이익	13	12	10	39
법인세비용	0	-10	-9	-5
당기순이익	13	22	19	43

Statement of Cash Flow

(억원)	2009	2010	2011	2012
영업활동현금흐름	19	4	26	14
당기순이익(손실)	13	22	19	43
유형고정자산감가상각비	3	3	3	3
무형자산상각비	9	9	10	12
운전자본의 증감	-3	-20	4	-40
투자활동 현금흐름	-16	-16	-15	-21
유형자산투자	0	0	0	0
투자유가증권투자(순)	0	0	0	0
재무활동 현금흐름	4	10	12	0
차입금증감	1	5	8	3
자본의증가	0	0	0	1
현금의증가	6	-2	23	-8
기초현금	7	14	12	34
기말현금	14	12	34	27

Balance Sheet

(억원)	2009	2010	2011	2012
유동자산	55	80	104	130
현금과예금	14	12	34	27
매출채권	39	65	62	97
재고자산	0	0	0	0
고정자산	47	49	50	57
투자자산	1	2	1	3
투자유가증권	0	0	0	0
유형자산	10	8	6	8
무형자산	36	39	43	46
자산총계	106	144	177	219
유동부채	24	42	40	46
매입채무	6	12	13	8
단기차입금	5	15	10	20
유동성장기부채	5	7	7	2
고정부채	28	26	42	38
사채	0	0	20	20
장기차입금	15	8	2	0
부채총계	52	68	81	84
자본금	30	30	30	31
자본잉여금	50	50	50	50
이익잉여금	-25	-3	17	51
자본조정	-1	-1	-1	4
자본총계	54	76	96	135

Key Financial Data

(원,%,배)	2009	2010	2011	2012
주당데이터(원)				
SPS	2,303	2,606	2,659	3,270
EPS	220	369	321	701
CFPS	426	571	536	949
EBITDAPS	452	420	409	890
BPS	300	608	863	1,433
배당률(%)	0.0	0.0	9.9	9.9
배당수익률(%)				
Valuation(Multiple)	최고 최저			
P/E				
P/CF				
P/S	0.0 0.0	0.0	0.0	0.0
P/BV				
P/EBITDA	0.0 0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA				
Key Financial Ratio(%)				
자기자본이익률(ROE)	27.6	34.1	22.6	37.7
EBITDA이익률	19.6	16.1	15.4	27.2
부채비율	97.7	89.7	85.0	62.2
순금융비용부담률	1.0	0.7	0.7	0.4
이자보상배율(x)	10.9	12.0	11.0	44.1
매출채권회전율(x)	3.5	3.0	2.5	2.5
재고자산회전율(x)	336.1	804.5	1,614.7	